



佰利联(002601)

目标价: 55.00

昨收盘: 51.40

化工 化学制品

钛白粉年内五次涨价，公司业绩弹性高

走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	715/577
总市值/流通(百万元)	36,776/29,644
12个月最高/最低(元)	64.16/20.95

相关研究报告:

- 《业绩逆势大增，来年利好不断》--2016/02/28
- 《并购龙蟒筑造行业龙头，市场回暖业绩有望提升》--2016/01/31
- 《佰利联：并购四川龙蟒，筑造行业龙头》--2015/11/27

证券分析师: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

研究员: 杨林

电话: 010-88321817

E-MAIL: yangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080040

事件: 公司 4 月 25 日发布 2016 年一季报，实现营业收入 6.28 亿元，同比微增 1.55%，归母净利润 1,652.71 万元，同比增长 14.70%，EPS 为 0.09 元。

一季度累计涨价 20%，二季度业绩体现。步入 2016 年后，国际上如科慕、亨斯迈及科斯特等钛白粉巨头纷纷调高产品价格 150-200 美元/吨，国内龙头四川龙蟒也分五次涨价，累计调高 1,900 元/吨，公司也紧随市场步伐，一季度内 3 次上调销售价格，合计约 900 元/吨。进入第二季度后，分别于 2016 年 4 月 6 日和 4 月 22 日再次上调 500 元/吨。至此，公司主营产品销售均价累计已上调约 1,900 元/吨，涨幅约 20%，相应涨价带来的业绩增长效应将在二季度体现：公司预告 2016 上半年净利润同比增长 50%-100%。公司一季度综合毛利率为 17.65%，较去年同期减少 1.18 个百分点，同时营收和归母净利润的小幅度增长，主要由于 2015 年一季度公司金红石型钛白粉平均价格在 12,000-13,000 元/吨左右，较报告期内的平均价格仍高出 1,000-2,000 元/吨。

并购四川龙蟒过会，打造世界级巨头。1 月 30 日公司定增并购四川龙蟒顺利过会，预计 2016 年内可顺利完成股份交割。合并后公司钛白粉总产能将达到约 60 万吨，成为国内绝对龙头，并一跃成为全球第四大钛白粉巨头。两家公司 2015 年合计产量占国内产能的 22% 左右，出口量约 43%，未来将会减少恶性竞争，同时会提升国际市场话语权，对国内钛白粉行业的整合带来深远影响。此外，龙蟒钛业拥有较大规模的钒钛磁铁矿资源，并拥有 60 万吨/年以上的钛精矿采选能力，具备行业内少有的“钒钛磁铁矿—钛精矿—钛白粉”的生产完整产业链，因此龙蟒钛白粉业务 2013 年和 2014 年毛利率分别达到 37.19% 和 31.21%，显著高于四家上市公司两年 14.56% 和 15.98% 的平均水平，整合之后预计可部分提供公司钛白粉生产所需钛精矿，公司毛利率水平也将得到提升。充分整合后公司将牢牢掌握国内市场定价权，同时加大国际市场开拓力度，公司长远规划将建设拥有 130 万吨的产能，包括 70 万吨硫酸法产能，和 60 万吨氯化法产能，成为全球最大的钛白粉生产企业。

氯化法项目成为重要亮点。2016 年一季度，公司氯化法钛白粉生产线已经连续稳定运行接近或超过一周达五次，最高可实现连续十一天连续稳定生产，并且成功开发出 BLR895、BLR896 两个型号的氯化法钛白粉产品，产品品质达到国际同行业先进水平，得到了包括 PPG、

广东新高丽等国内外客户的认可。同时公司 30 万吨富钛料项目，采用国内首创的预还原—电炉熔炼两段式的新工艺技术，已成功生产高钛渣，可为氯化法钛白粉生产提供优质原料。目前，国际公司氯化法钛白粉在国内销售价格约在 18,000 元/吨，国内氯化法钛白粉也维持在 14,000–15,000 元/吨的高水平，公司 6 万吨/年氯化法项目有望在上半年实现达产达标，将实现同类进口产品的替代，同时进一步扩大在高端钛白粉市场中份额，显著提高公司盈利水平。

估值与评级。 我们预计 2016 年内公司顺利完成对四川龙蟒的收购，同时参照佰利联与四川龙蟒签订的《股权转让协议》中条款，四川龙蟒承诺 2016 和 2017 年净利润分别为 9 亿元和 11 亿元。我们预计公司 2016 和 2017 年 EPS（摊薄后）分别为 1.82 元和 2.22 元，对应 4 月 25 日收盘价(51.40 元)PE 分别为 28X 和 23X，考虑到钛白粉价格年内涨价约 20% 后，在供给侧改革、环保政策趋严以及下游房地产行业回暖的大背景下，仍然具备上行的空间，公司业绩具备较大的弹性，同时管理层具有建设世界级先进钛白粉生产企业的坚定决心，继续维持“增持”评级，6 个月目标价 55.00 元。

风险提示。 钛白粉市场价格下跌的风险；企业整合不及预期的风险；公司氯化法项目进展不及预期的风险。

■ 主要财务指标

	2014	2015	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2051.30	2634.53	7897.81	8802.54
净利润(百万元)	63.14	111.44	1065.00	1295.00
摊薄每股收益(元)	0.31	0.55	1.82	2.22

资料来源：Wind, 太平洋证券

资产负债表(百万)				利润表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E		2014A	2015A	2016E	2017E
货币资金	473.30	518.03	31.71	35.86	营业收入	2051.30	2634.53	3170.85	3585.94
应收和预付款项	544.29	787.93	1000.10	1021.99	营业成本	1681.79	2146.86	2568.39	2904.61
存货	454.62	615.05	685.92	785.35	营业税金及附加	8.43	5.58	6.66	7.53
其他流动资产	159.77	153.33	153.33	153.33	销售费用	94.62	110.17	133.18	150.61
流动资产合计	1631.99	2074.33	1871.06	1996.53	管理费用	159.14	200.28	240.98	272.53
长期股权投资	32.48	37.98	38.48	38.98	财务费用	43.45	59.08	78.05	64.01
投资性房地产	47.58	12.39	12.39	12.39	资产减值损失	15.44	10.45	0.00	0.00
固定资产	1295.66	1932.92	3174.84	3071.35	投资收益	1.91	0.50	0.50	0.50
在建工程	1300.21	1354.41	0.00	0.00	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产开发支出	142.69	148.62	148.62	148.62	营业利润	62.11	125.79	144.09	187.15
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非经营损益	11.22	9.87	9.38	9.38
其他非流动资产	160.03	152.49	151.77	151.04	利润总额	73.33	135.66	153.47	196.52
资产总计	4610.64	5704.16	5397.17	5418.92	所得税	9.00	16.71	22.95	29.40
短期借款	929.82	1629.97	1000.36	896.80	净利润	64.33	118.96	130.52	167.12
应付和预收款项	1008.66	1166.25	1396.44	1403.40	少数股东损益	1.19	7.52	3.55	4.54
长期借款	107.29	250.00	250.00	250.00	归母股东净利润	63.14	111.44	126.97	162.58
其他负债	300.00	300.00	300.00	300.00					
负债合计	2345.77	3346.22	2946.79	2850.20					
股本	190.79	204.42	204.42	204.42					
资本公积	1253.95	1232.18	1232.18	1232.18					
留存收益	767.94	861.62	950.50	1064.31					
归母公司股东权益	2212.68	2298.23	2387.11	2500.91					
少数股东权益	52.19	59.71	63.26	67.81					
股东权益合计	2264.87	2357.94	2450.37	2568.72					
负债和股东权益	4610.64	5704.16	5397.17	5418.92					
现金流量表(百万)					预测指标				
经营性现金流	20.17	-550.31	251.46	212.52	毛利率	18.01%	18.51%	19.00%	19.00%
投资性现金流	-473.62	-338.56	7.97	7.97	销售净利率	3.14%	4.52%	4.12%	4.66%
融资性现金流	450.42	988.61	-745.76	-216.33	销售收入增长率	19.09%	28.43%	20.36%	13.09%
现金增加额	0.90	112.80	-486.32	4.15	EBIT 增长率	374.57%	55.60%	26.43%	12.53%
					净利润增长率	172.93%	84.91%	9.72%	28.04%
					ROE	2.85%	4.85%	5.32%	6.50%
					ROA	2.55%	3.21%	4.29%	4.81%
					ROIC	3.48%	5.68%	5.22%	5.98%
					EPS(X)	0.309	0.545	0.621	0.795
					PE(X)	133.91	75.87	66.59	52.01
					PB(X)	3.82	3.68	3.54	3.38
					PS(X)	4.12	3.21	2.67	2.36
					EV/EBITDA(X)	34.85	27.15	28.71	26.16

佰利联母公司财务数据 (不包含四川龙蟒)

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。